

经济复苏下的行业轮动

2009 年 3 月 28 日

季度投资策略报告

- 市场处于拂晓期，底部已现，震荡加剧，重心上移。
- 经济周期的收缩扩张有规律可循，通过对比中国和美国的经济先行指标和滞后指标的表现情况，我们判断中国经济和 A 股市场在本轮全球经济调整中，率先复苏概率大。美国在二季度开始第一轮补库存阶段，美股经历熊市阶段性反弹。虽然提及美国房地产市场和经济见底复苏尚早，但阶段性行业表现的研究也有益于日后市场判断。
- 不同时期影响市场的因素和经济复苏下的行业轮动：在经济基本面见底前后，各行业股价见底次序取决于业绩的见底次序；在市场筑底时期，政策和情绪对市场影响最大；市场早期恢复时期，市场估值对市场的作用递增。从复苏期的行业轮动顺序看，可选消费品和部分周期性行业在市场复苏早期具有超额收益。
- 权益类仓位综合评分：权益类资产仓位打分系统方面，宏观数据和海外市场上升最多，市场估值分数下降，表示经济基本面预期转好，市场底部已现，但仍可能震荡加剧，市场冲高幅度将受到估值水平的制约。
- 行业配置建议：在经济衰退的后半段，我们以防御性和业绩确定增长的行业来规避风险，而在经济筑底复苏的拂晓期，我们以早周期的投资标的来探索经济重新获得动力的行走路径。我们看好大宗商品板块的波段机会，也将对可选消费品和受益外需的行业保持敏感警觉。

中海基金研究部

联系地址：

上海市浦东新区银城中路 68 号时

代金融中心 29 楼

邮编：200120

1 经济复苏下的行业轮动

拂晓是指早晨在日出之前的太阳已在地平线下 6 度以上的时段，天文拂晓是阳光开始渗入天空的时刻，航海拂晓是阳光仅足以辨识物体的时段。拂晓时分，黑夜将尽，若隐若现，方向难辨，登山者开始出发。经济复苏比我们预期来得早，从去年 11 月开始的A股反弹，中国股市领先于全球主要股市率先完成了中期底部的构建，这得益于中国货币政策和财政政策的执行力度较强以及传导通道相对畅通，企业盈利最坏的阶段似乎也已经过去，但是对外需的担忧始终成为压制A股估值上升的最重要因素之一。

我们在一季度的策略报告中着重分析了中国经济先行指标的变化，我们监测到中国货币供应量指标，PMI 指标，新订单指标和库存指标首先发出改善信号，认为资产运行状况处于转折性变化时刻，建议投资者增加权益类资产配置比例。这段时间，我们也看到了紧随中国后，美国经济也进入第一轮补库存阶段，部分先行指标发出积极变化。本期策略报告我们将更多关注中美比较，并在经济筑底复苏的大背景下研究影响市场的关键因素和行业轮动的规律，以挖掘投资机会。

1.1 基于经济先行指标和滞后指标的中美比较

经济永远都在成长，衰退和危机中周而复始，当我们从繁荣的云端跌落到万丈深渊，也似乎总有某种契机东山再起。在经济发展史中，人们在探索经济周期方面已经深有建树，也认识到反周期的货币政策和财政政策对治理经济危机的作用。经济就在市场自身的行走路线和外部力量的交互作用下有规律的，重复的，收缩与扩张。在经历了周期底部的忍耐与等待，投资者更愿意机敏的盯住那些经济先行指标，寻找经济增长的原动力，判断经济状态，寻找投资机会。

在经济的总体活动过程中，除了反应经济现状的产出，收入和就业等指标外，还有许多能够提前预示经济即将出现转折的指标，这些指标广泛存在于生产、就业、库存、投资、成本、利润、价格、消费、货币及信贷等诸多方面，分析这些指标的领先性与滞后性对判断经济拐点有帮助，领先性预示生产和消费第一环节的变化，滞后性表示经济活动的瓶颈或者消耗，当经济先行指标上升，而滞后指标下降时，经济复苏的信号就格外强烈。下表所示是这些可供监测指标的特点和作用：

表 1：可供监测的领先指标和滞后指标的特点和作用：

分类	指标名称	指标特点	指标作用
领先指标	货币供给	政策推动	经济探底过程中，必要宽松的货币供给可以确保经济正常进行，甚至进一步激发经济活力
	国债收益率与联邦基金利率利差	政策推动	货币政策工具之一，包含了市场对于未来利率和通胀的预期
	消费者信心和预期	预期敏感	反应消费者对于未来的看法和消费的意愿

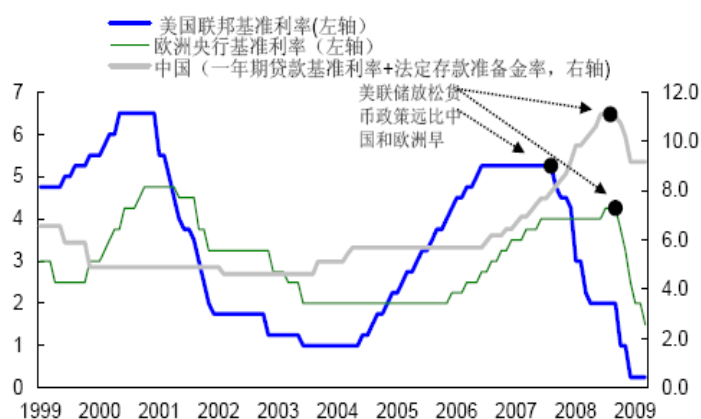
	股价	预期敏感	股票市场的价格发现功能提前反应经济未来可能的变化
	建筑许可和新屋销售	阶段提前	体现房屋建筑业对经济的影响，在本轮房地产周期中预示效果最强
	新订单	阶段提前	需求复苏从新订单开始，是预测未来生产活动的第一环
	制造业平均工时	迅速调整	指标领先于失业的上升和大规模裁员，体现生产活动的冷暖
	首次申请失业救济人数	迅速调整	在失业人员重新就业前，此指标更迅速反应劳动力状况
滞后指标	分期付款信贷余额与个人收入比	迅速调整	反应个人消费者的还款能力
	工商业的贷款余额	阶段滞后	可以预示出经济是否正在扩张而信贷正在收紧
	消费者物价指数	政策指导	反映与居民生活有关的产品及劳务价格变动，作为通货膨胀水平和指导货币政策的重要指标
	劳动力成本变动	阶段滞后	制造业劳动力成本上涨的监测指标
	库存销售比	阶段滞后	反映企业存货的消耗程度，是反映生产活动的最后一环

资料来源：中海基金

在此，我们仅以最易受政策推动的货币和利率指标，对本轮经济周期影响最大的房地产业指标和库存销售这一滞后指标加以说明。

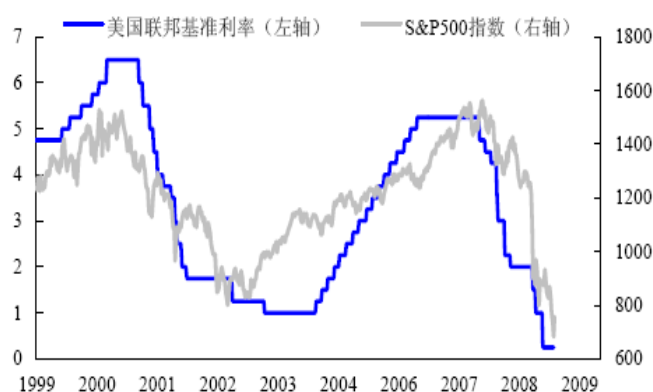
货币供应量和利率指标是经济先行指标中最受政策影响最大的，在经济扩张期，如果货币供应跟不上物价上涨，则经济将产生瓶颈，同样道理，在经济探底过程中，必要宽松的货币供应将确保经济活动的正常运行，甚至能进一步刺激经济的活力。由于货币供应量直接作为美联储的观察和控制指标，其政策含义相对较大，即货币政策的变化往往直接反映在货币供应量中。从货币政策的角度来看，在主要的经济体中，美国是最先大幅度放松货币政策的国家。而且从历史上来看，美国股市与联邦基金利率的相关性比较明显，联邦基准利率目前已经接近于零，美股完成筑底时间并不遥远。

图 1, 各国货币政策推动利率变化



资料来源：莫尼塔咨询 中海基金

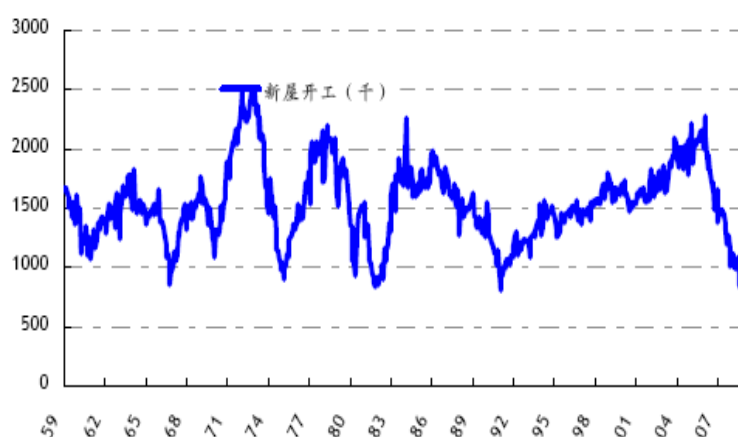
图 2, 美国利率接近于零，美股筑底在即



资料来源：莫尼塔咨询 中海基金

建筑许可是建筑业活动的领先指标，只有在获得政府批准后，才能开工新建房屋，出现生产活动。新屋销售和房价环比也是监测房地产市场的重要指标，在本轮经济调整周期中尤为重要。近期公布的美国房地产相关数据大体改善，今年一月份美国的房价较去年十二月增长 1.7%，这是一年来房价首次环比上涨。上周美国商务部公布的新屋开工数飙升 22.2%，大多数的增长来自多户型住宅，核心的独居家庭住宅环比增长 1.1%。相关的房地产活动监测的指标还包括单户型住宅开工数、新屋和成屋销售数据、月度未售新屋供应量、按揭贷款利率、NAR 购房承受能力指数、抵押贷款银行家协会（MBA）抵押贷款申请指数和全国住宅建筑商协会（NAHB）房地产市场指数。虽然我们看到其中某些指标改善，但是它们的改善程度还不足以令我们相信房地产市场即将见底，我们预计房地产市场将经历长时间的相对平稳走势，而不是强劲反弹。

图 3. 美国新屋开工反弹

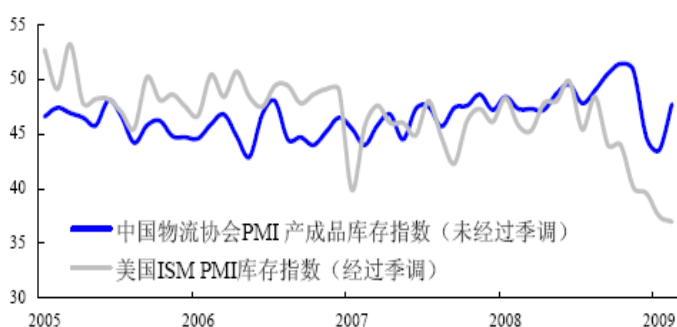


资料来源：国泰君安证券 中海基金

在滞后指标中，我们仅以库存销售比和存货状况作为代表，反映经济消耗的信号。

从库存指数来看，中国从去年11月到在今年1月，钢铁等制造业已经完成了初次清库存，并进入了等待大规模财政拉动项目需求帮助消化过剩产能阶段。而美国尚处于完成初次清库存时期。成功的去库存化至少要经历两次，一次以供给收缩为主，表现为低产量；一次以需求推动为主，表现为高产量。中国实体经济已经完成第一次去库存化过程，随后发生的二次去库存化如果在一个高产量水平上完成，才有可能推动估值水平加速上升。中国的第二轮去库存单单依靠内需难以实现，需要依赖于外需下滑速度的企稳和复苏。

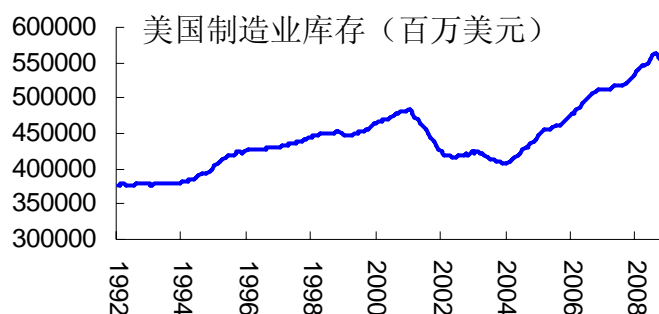
图4, 中国提前美国完成第一轮去库存



资料来源：莫尼塔咨询 中海基金

美国制造业去库存进程已由08年底开始，进程晚于中国，但目前出现了改善迹象，截止2009年1月，美国制造业库存相对去年9月的高点下降3.7%。其中耐用品库存从去年12月的高点下降0.81%，非耐用品库存从去年8月高点下降了12%。美国自二月份开始从部分行业领先进入补库存第一阶段。

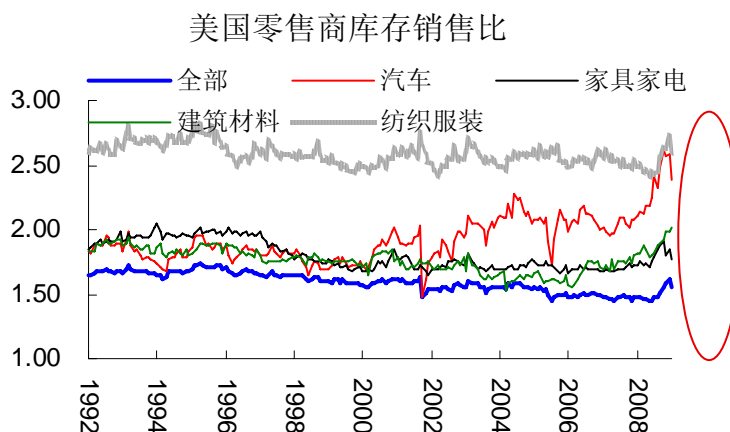
图 5, 美国制造业库存下降



资料来源：莫尼塔咨询 中海基金

截止一月份的库存销售比数据，零售商已经出现好转，主要原因是一月份零售数据不再下降环比基本持平。零售商库存销售比下降，对我国消费品出口有利。

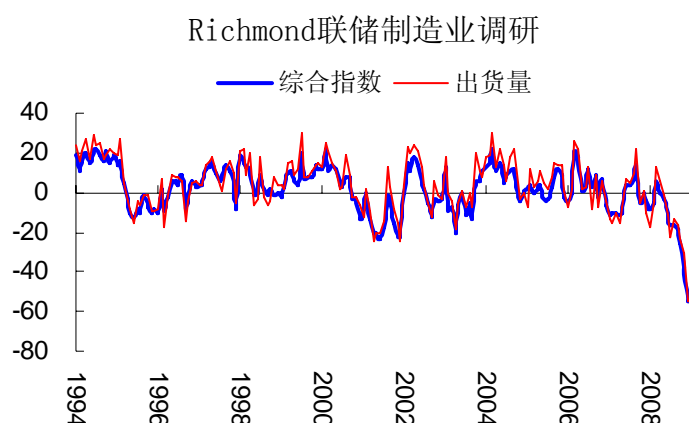
图 6, 美国零售商库存销售比下降



资料来源：莫尼塔咨询 中海基金

美国制造商库存数据截止到一月份尚没有看到改善，主要原因是一月份出货量仍没有好转，即到一月份为止出货量降幅仍然超过库存降幅。但是我们注意到，新公布的3月份Richmond联储制造业调研数据显示部分地区出货量也出现明显好转。3月25日公布的美国2月耐用品订单意外月升3.4%，远好于预期的下降2.0%，且为7个月来首次出现增长。另外，2月剔除运输部门的核心耐用品订单也月升3.9%，远好于预期的下降2.0%。零售情况企稳，出货量改善和新订单的增加将是企业补库存最根本的动因。

图7. 美国制造业出货量上升



资料来源：莫尼塔咨询 中海基金

结论：结合经济先行指标和滞后指标，通过对比中国和美国在货币政策推动下的货币供给与利率指标变化情况，财政政策推动下的去库存情况等，我们判断中国经济在本轮全球经济调整中，率先复苏概率大，A股市场率先完成筑底。美国将在二季度开始第一轮补库存阶段，市场经历熊市阶段性反弹。虽然提及美国房地产市场和整体经济见底复苏尚早，但在探底过程中，部分行业的改善企稳对A股市场是个利好，并且其阶段性行业表现的研究也有益于日后的市场判断。

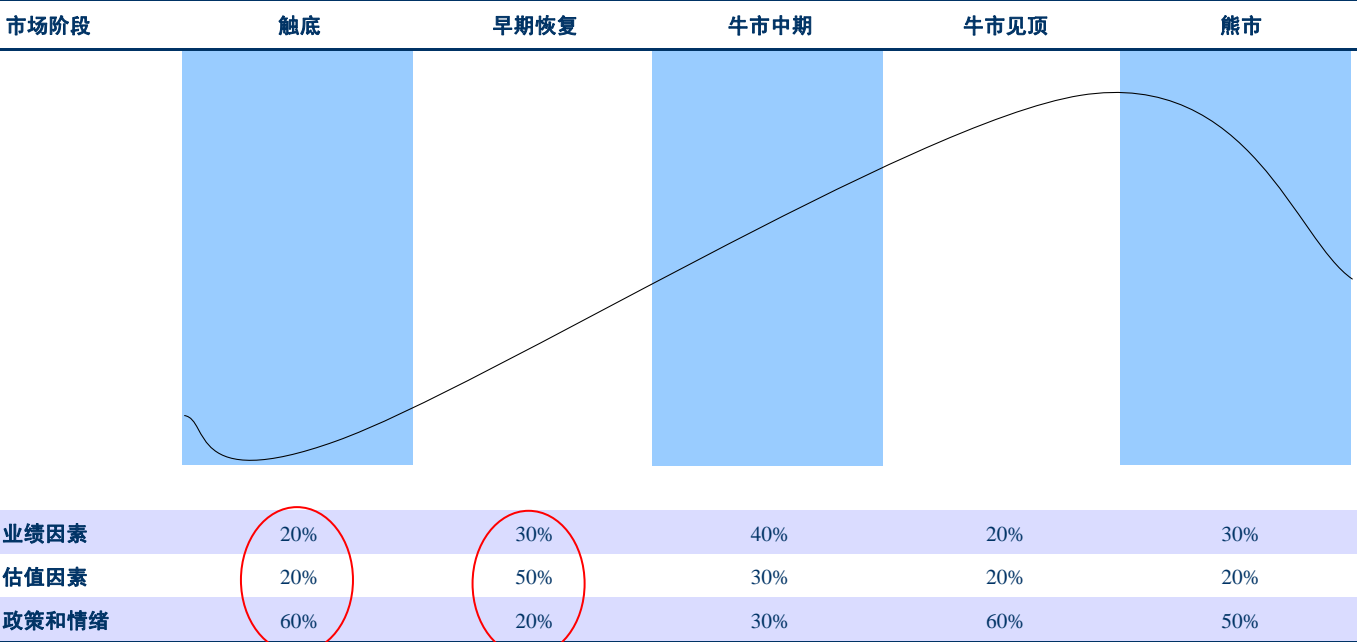
1.2 经济不同阶段影响股票市场的因素分析及行业轮动规律

在通过先行指标和滞后判断经济复苏是否到来的同时，在股票市场上，需要考虑市场不同阶段的关键影响因素和前瞻性跟随经济逐渐复苏的状况，判断市场好转的节奏和各个行业的表现情况。

中国市场经济发展历程较短，股票市场诞生也较晚，我们选择有着更长历史的美国市场作为研究对象。通过研究美国市场五次完整的业绩周期中各个行业表现的情况，并结合本轮经济调整的特点，得出结论：在经济基本面见底前后，各

行业股价见底次序取决于业绩的见底次序；在市场筑底时期，政策和情绪对市场影响最大；市场早期恢复时期，市场估值对市场的作用递增。从复苏期的行业轮动顺序看，可选消费品和部分周期性行业在市场复苏早期具有超额收益。

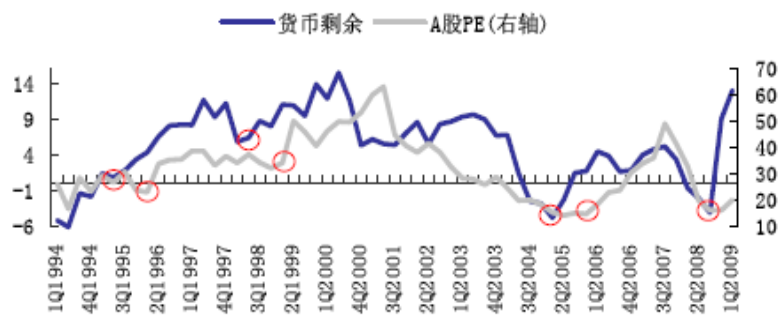
图 8：在不同市场阶段影响股价的因素



资料来源：David M.Datst” The Art of Asset Allocation:Asset Allocation Principles and Investment Strategies for Any Market”，The McGraw-Hill Companies, Inc. 2003，中信证券 中海基金

从08年11月到一季度，政策因素导致的信贷增长，流动性的快速上升与释放和市场情绪的好转，通过估值水平的提升而推动了股市的上涨。这就是市场触底和早期恢复期间的典型特征。宏观调控政策目的之一是降低经济体系的风险，即波动性，而风险是决定资产估值水平的重要因素。当政策主导货币投放加快、流动性迅速释放的时候，投资主体的边际风险偏好就会因此上升，它既包含了总财富增长后风险承受能力和意愿的上升，也包含了对经济 and 政策的乐观预期等等。所以，下图以A 股为例，可以看到货币剩余和市场估值的变动方向是一致的。

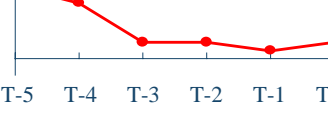
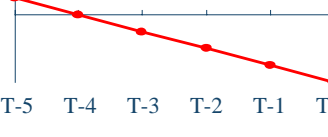
图 9：货币剩余(%)与 A 股估值



资料来源：安信证券 中海基金

接着，我们考察了美国市场五次较为完整的业绩周期，发现在每次周期的底部和恢复期，其股票市场的行业轮动都表现出相似的特征。我们认为这种行业轮动的规律性具有一定的普适性，对于 A 股有一定的借鉴意义。大体规律是，在业绩谷底期到来之前的一段时间里，业绩低点超前于全市场低点的行业，其股价也往往会提前见底，提前表现出明显的超额收益。而业绩低点滞后于全市场业绩低点的行业，其股价表现则是随着全市场业绩周期底部的临近而逐步走差。

表 2：在历次业绩增速的谷底到恢复阶段，主要行业股价及业绩表现类型

主要类别	行业	业绩增速					股价表现（超额收益）	具体特点
		历轮周期中，行业业绩底与全市场业绩底的先后次序（季度；负数表示领先，正数表示滞后。如-3 表示行业业绩底超前于全市场 3 个季度）					行业股价相对大盘的超额收益（横轴单位为季度；T 期为全市场业绩谷底，T-1 期为全市场业绩谷底的前一个季度）	
		1976Q1	1983Q2	1986Q2	1992Q3	2002Q1		
★★★★★ 领先 3 个季度出现超额收益	化工产品	-1	-1	-1	0	-1		行业业绩提前见底
	钢铁，金属	0	-1	4	-2	2		行业股价比全市场业绩底领先 3 个季度开始出现明显超额收益
	零售	-1	-3	0	-2	-1		
	旅游及娱乐	-3	-1	0	-2	-1		
★★★★☆ 领先 1 个季度出现超额收益	建筑建材	-1	-1	-2	-2	-1		行业业绩提前见底
	商用车和重卡	2	0	-2	-2	0		全市场业绩底部之前的 2-3 个季度，行业股价远输大盘；领先 1 个季度开始出现超额收益
	整车	-3	-4	-3	-4	0		
	交通运输	-2	1	1	-1	0		
★★★☆☆ 表现基本与大盘同步	食品饮料/ 制药及生物技术							属于稳定型行业，业绩受经济周期影响不大 股价表现基本与大盘同步
★★★☆☆ 超额收益逐渐缩减	银行	2	2	7	-2	1		业绩增速低点滞后全市场 在全市场业绩底部前一年有明显超额收益，之后股价超额收益逐渐缩小
★☆☆☆☆ 领先 3 个季度开始弱于大盘	煤炭	0	3	0	2	3		业绩增速低点滞后全市场 在全市场业绩底部前一年已没有超额收益，之后股价表现继续恶化

资料来源：中信证券 中海基金

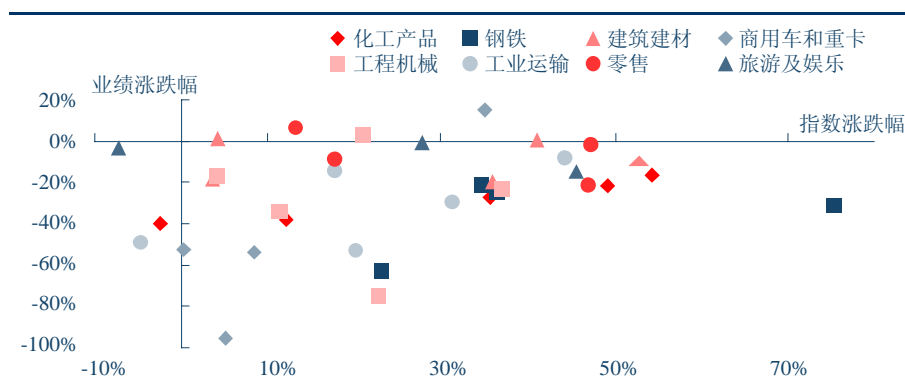
可以看到，化工、钢铁、金属、建筑建材、交通运输、重卡等周期类行业及汽车、旅游娱乐和零售等可选消费类行业，这些行业业绩见底的时间早于整体市场。这是因为这些周期性行业对经济下行的敏感性更强，或者是对消费变动的反应弹性更大，因而这些行业的股价往往也会在本轮股市周期下行阶段先行下跌，但在股市复苏周期开始的时候也会先期反弹。所以，这些行业的股价在全市场业绩谷底出现前的几个季度超越大盘，并随预期提前转好带来估值提升。

食品饮料和制药等稳定性行业业绩基本与整体市场同步，原因在于其业绩受经济周期影响不大，而且这些行业的业绩波动本身要小于其他行业。这些行业在全市场业绩下行初期有一定的防御性，但在全市场业绩周期底部和复苏期则没有明显的超额收益。

银行和煤炭行业的业绩见底通常情况下要晚于整体市场，这可能是由于只有当其他行业的需求下来以后，才能逐步传导到金融和煤炭这类行业。银行股和煤炭股虽然在全市场业绩下行初期还有比较好的表现（因为在其他行业的业绩下来后，但他们的业绩还较为坚挺，这也是他们在经济下行初期具有防御性的原因），但银行股的超额收益随着全市场业绩底部的临近而逐步收缩。而煤炭股具有类似特征，只不过超额收益衰竭的速度和幅度比银行股更为明显。

估值水平方面，在全市场业绩见底复苏前一年内，由于预期转好，大盘估值水平整体会出现大幅上升。从分行业来看，图 5 列出的行业，正好对应上表中股价提前出现超额收益的 8 个行业，它们在全市场业绩见底前一年内，业绩整体仍在下滑，但由于业绩见底期超前于全市场，股价出现大幅上涨，估值水平大幅提升。

图 10：在全市场业绩见底前 4 个季度，以下行业的股价和估值开始反弹



资料来源：Datastream 中信证券 中海基金

结合到目前的世界经济形势和中国的自身情况。我们认为地产、汽车等具备刚性需求支撑的可选耐用消费品；受益政策刺激的建筑建材和工程机械；和在去库存化的过程中，受益大宗商品价格上升以及稀缺性的上游资源品是能够在 A 股市场复苏前期获得超额收益的品种。

2 市场判断与仓位分析

权益类资产仓位打分系统方面，宏观数据和海外市场上升最多，市场估值分数下降，表示经济基本面预期转好，市场底部已现，但仍可能震荡加剧，市场冲高幅度将受到估值水平的制约。

宏观数据方面分数有所上升，信贷放量带动的货币供应量宽松后，随着政府投资效果的显现，预期工业增加值、发电量增速、M1等一些宏观经济指标在3月份之后将出现明显回升。这些环比数据的好转使市场对于经济筑底复苏的预期增强。反应到微观层面的企业利润，1-2月工业企业利润同比下降37.3%，较2008年8-11月27%的降幅扩大10个百分点；经季节调整后的环比增速下降17%，较2008年8-11月27%的降幅缩小10个百分点，利润降幅同比扩大，但环比收窄。随着去库存最惨烈的阶段已经结束和去年高价的原材料消化完毕，外需降幅逐步收窄，以及国内投资的扩大，企业的销售将有所提高，企业的产能利用率将明显提高。低价的原材料和未来物价下降速度减缓都将有利于企业利润的提高，盈利最坏的时期可能过去。

政策导向分数依旧较高，虽然二季度政府再推出大规模经济刺激计划并不大，但是政府刺激经济的决心未变，产业振兴计划细节陆续出台，区域振兴热点频现，从海峡西岸经济区到上海本地股到中西部开发，地方政府执行中央两会精神的决议得到贯彻。预计二季度对于出口行业的政策也可能有新的动向。

市场气氛分数上升，在我们监测的指标体系中，沪深两市成交量稳定，但未冲破前期高点，近日参与交易的账户比例1月和2月有所回落，表示指数在前期高点附近震荡调整的概率大。但有利的因素是资金的推动作用增强，新增基金开户数增加，股票型基金平均仓位75%，仍有上升空间，市场累计资金持续净流入，且加速度上升，市场氛围趋暖。

海外市场情况转好，美国股市经历熊市阶段性反弹。美国零售数据以及新屋开工数据超出市场预期，新屋销售月度环比上升4.7%，2月耐用制成品新订单额（月度环比）增长55亿美元至1656亿美元，月环比涨幅3.4%，大幅好于市场一致预期（月环比负2.5%）。经济刺激计划相关的积极作用首次显现。所有行业（住房业、制造业、服务业以及就业）均有所改善。我们预期美国进入第一轮补库存阶段，二季度美国工业生产有望反弹，美股反弹幅度保守在40%，时间预期在1-2个月，这将有利于A股在二季度固底。另外，受益于美国第一轮补库存，相关行业和部分出口行业可能将阶段性转好，如石油煤炭产品以及基础金属，汽车零配件，电子类产品和航运等。

市场估值方面，是唯一分数下降的指标，A股市场从08年11月反弹以来，反弹幅度超过50%。从一致预期指标来看，一致预期的PE和PB上行，接近前期高点。我们认为，市场整体在区间震荡中，估值重心缓慢上移的概率大。从行业

配置考虑，在二季度，低估值的板块相对更有优势，前期涨幅过高且缺乏相应业绩支持的高估值行业应适当减持。

综合而言，四月份市场上行的有利因素是资金与流动性方面，宽松的货币环境得以维持；宏观数据方面，企业盈利环比回升确定，通胀预期抬头，大宗商品价格反弹；市场氛围方面，场外资金推动力增强，基金仓位仍有上行空间；海外市场方面经济阶段性反弹；不利因素是市场估值方面，高估值板块面临风险更大。

表 3：打分系统显示 4 月份市场除市场估值外，其他指标都有所上升

	4 月份	3 月份
宏观数据	3.1	2.4
市场估值	1.4	2
政策导向	3.4	3.3
市场气氛	3.4	2.7
海外市场	3.1	1.7
总计	2.9	2.4

资料来源：中海基金

3 行业配置策略：增强进攻性

在经济衰退的后半段，我们以防御性和确定增长的行业来规避风险，而在经济筑底复苏的拂晓期，我们以早周期的投资标的来探索经济重新获得动力的行走路径。基于对经济复苏和市场宽幅震荡，重心上移的判断，我们的行业配置策略是整体上增强进攻性，尤其在市场震荡调整低区，加大对大宗商品板块和可选消费品板块的配置。另外，关于估值，我们青睐业绩转好的低估值行业，提示高估值行业的风险。

在大宗商品板块的配置上，建议投资者依循价格敏感路径：石油化工-有色金属-煤炭-黑色金属。近期国际大宗商品的大幅上涨，无论是通胀预期，投机需求还是经济复苏预期，我们认为大宗商品价格将震荡向上，但是波动加大，投资机会酝酿其中。

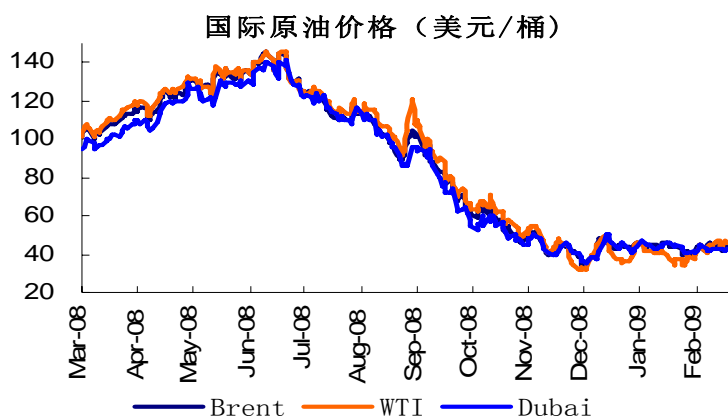
3.1 受益油价 石油化工

石油化工公司的业绩表现基本上随着“油价”走，油价高，业绩也表现好。而当油价回落时，石油石化行业的景气度有所下降，石油公司的业绩也明显下降。经济底部的行业表现为原油加工量回落，炼厂开工率下降，行业投资减速。产品价格高低、盈利空间大小（价差水平）和开工率三个指标是表征石油石化行业周期最基本的指标。当世界经济处于景气状态时，需求旺盛，产品出现供应紧张的

局面，这时产品价格上扬，毛利上升，开工率提高，投资十分活跃，石化市场进入景气周期。但随着投资的增加，生产能力增长过多，随后将出现供大于求的局面，价格下降，毛利下降，开工率也随之下降，石化市场周期进入低谷。因此，这三个指标可以作为行业周期预判的先导指标。

国内石化行业属受政府管制下的寡头垄断行业。管制使得国内石化行业处于扭曲的格局中。国内油公司的业绩更多的是体现政策对行业的影响，而非经济对行业的影响。目前，货币因素主导油价走高，并非单纯由供需决定，短期内预计油价还能震荡向上，市场预期油价走高提升化工板块景气度，围绕油价走高将带来二季度化工股行情。另一方面，成品油价格逐步市场化的相关改革机制有望陆续出台，石化行业盈利改善，景气见底回升。

图 11：国际原油价格走势



资料来源：Bloomberg 中海基金

3.2 受益大宗商品涨价 基础化工

2 月底以来，化工行业基本面环比继续在转好，伴随着产品开工率逐渐上升，大部分产品价格止跌并略有反弹。但出口和内需环境的不确定性，使得我们对化工行业需求提升的持续性较为谨慎，目前的化工行业是否真正从前期的休克走向复苏还有待进一步观察。我们认为二季度投资思路围绕高油价和资源品展开。除了石头石化外，市场的热点有以下：醇醚替代能源概念，锂电池概念，电石法 PVC 企业，钾肥等资源品概念。

各基础化工子行业景气底部反弹的可能触发因素如下表：

表 4: 基础化工子行业景气反弹的触发因素

子行业	触发景气反弹因素
氯碱	加大节能减排力度淘汰落后；加速行业向资源地转移和实现一体化，降低行业成本；技术进步，降低电耗；加大精细氯产品开发，实现氯碱平衡。
氨纶	下游纺织行业需求转旺；寻求国外市场，加大出口转移过剩产能
粘胶	下游纺织行业需求转旺；技术进步，实现差别化，提高行业附加值
磷肥	降低出口关税；提高粮食价格激发下游需求。
氮肥	降低出口关税；理顺调控政策实现优胜劣汰、行业升级；提高粮食价格激发下游需求（受到测土配方解决过剩氮肥施用的限制）。
纯碱	下游玻璃行业需求转旺；海盐生产不再受天气制约

资料来源：中信证券 中海基金

3.2 受益经济复苏预期 有色金属

影响有色金属板块走势最主要的因素就是全球制造业周期，利率，通胀水平，和美元走势。从基本面角度看，当全球金融危机消退，经济开始复苏时，有色金属最先迎来机会。

在全球资金从避险情绪向经济复苏预期转变的过程中，黄金和基金金属是受流动性冲击最大的品种。随着各国经济刺激计划的推进，大量基础设施的建设以及流动性扩张的预期下，基本金属基本面的积极因素正在显现，二季度价格可能继续震荡反弹，但是上涨幅度有限。其中废铜供应不足和中国刚性需求上升，可能引起铜价短期投机性机会更大，铅锌也值得关注。

对于有色金属板块，我们认为即使震荡上升，其波动幅度也会加大，比较适合风险偏好较强的投资者，建议投资者加强波段操作，同时防范估值过高风险。

图 12: 国内外金属价格上涨

品种		单位	价格 (09.03.13)	一周涨跌 (%)	年初以来的涨跌幅 (%)	年初以来的均价	08年均价	涨跌幅（%）
铝	LME三个月期货价格	美元/吨	1459	8.3	-5.3	1399	2623	-46.7
	上海长江现货价格	元/吨	13030	5.3	13.5	12167	16923	-28.1
铜	LME三个月期货价格	美元/吨	3955	7.8	28.8	3429	6886	-50.2
	上海长江现货价格	元/吨	33100	8.9	30.6	29459	54967	-46.4
锌	LME三个月期货价格	美元/吨	1260	3.0	4.3	1194	1901	-37.2
	上海长江现货价格	元/吨	11500	2.7	10.0	11240	15725	-28.5
铅	LME三个月期货价格	美元/吨	1345	7.7	34.6	1158	2095	-44.7
	上海长江现货价格	元/吨	12750	3.7	21.4	12056	16977	-29.0
镍	LME三个月期货价格	美元/吨	9975	3.9	-14.7	10738	21220	-49.4
	上海长江现货价格	元/吨	86000	2.1	-0.6	87872	174332	-49.6
锡	LME三个月期货价格	美元/吨	10100	-3.8	-5.6	11033	18408	-40.1
	上海长江现货价格	元/吨	99000	2.1	-1.0	98936	143269	-30.9
黄金	国际黄金现货价格	美元/盎司	952.2	2.4	8.0	907	872	4.0
	上海黄金现货价格	元/克	210	3.3	10.1	199	196	1.6

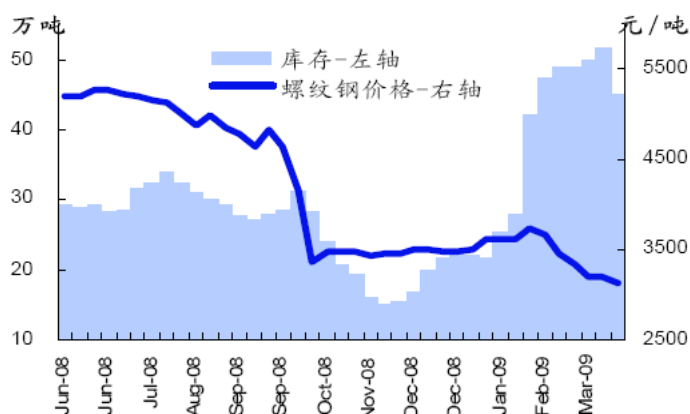
资料来源：Bloomberg 中海基金

3.3 低估值的周期品 钢铁

钢铁行业与经济增长和固定资产投资息息相关，随着经济周期的波动，业绩波动大，也是典型的周期性行业之一。每当经济出现减速或者国家宏观调控导致需求增速出现下降的时候，市场都会担忧钢铁上市公司的盈利状况，甚至担忧行业出现亏损的情况，不过从 1993 年到 2007 年，尽管国内的宏观经济以及钢铁行业经历了几轮周期的波动，钢铁上市公司的盈利也是相当可观的。1993 年以来历史平均 ROE 为 12—13%。08 年上半年钢铁上市公司的 ROE 为 9.6%，全年可能会在 14%~15%，预计 09 年的 ROE 较 08 年下降，可能会在 10%~11%。从钢铁行业 10 多年的运行数据看，10% 的 ROE 是行业底部的特征之一。09 年将是钢铁行业的一个阶段性景气周期低点。

目前国内钢铁行业最不利的因素是产能过剩，有利的因素是受益于政府基础设施建设。预期二季度随着新项目的逐渐开工，钢铁价格有望低位震荡或者小幅上涨，改善钢铁企业盈利状况，钢材期货也将是个催化剂，提高市场关注度。另外，钢铁行业的大市值与低估值，是我们考虑二季度超配钢铁的另外一个原因，不管是基于行业抗跌还是补涨的考虑。

图 13：国内螺纹钢库存下降 12%



资料来源：Bloomberg 中海基金

3.4 实际数据好于预期 工程机械

在投资、消费和出口三驾马车之中，投资成为经济“保增长”的重中之重。投资力度的加大将拉动对机械设备的需求，特别是基建投资的加大将明显拉动工程机械产品的需求。从历史经验来看，基础设施建设投资如高铁、高速公路、水利、电力、城市基础设施等投资对工程机械行业的拉动效用要明显大于房地产投资，因此从趋势上看，机械行业特别是工程机械行业有望得到保障。

从销售数据上看，1 月和 2 月的销售数据并未显现出投资拉动的作用，而从 3 月份得到好转，预期 4 月和 5 月销量继续有超预期可能。从工程机械子行业的

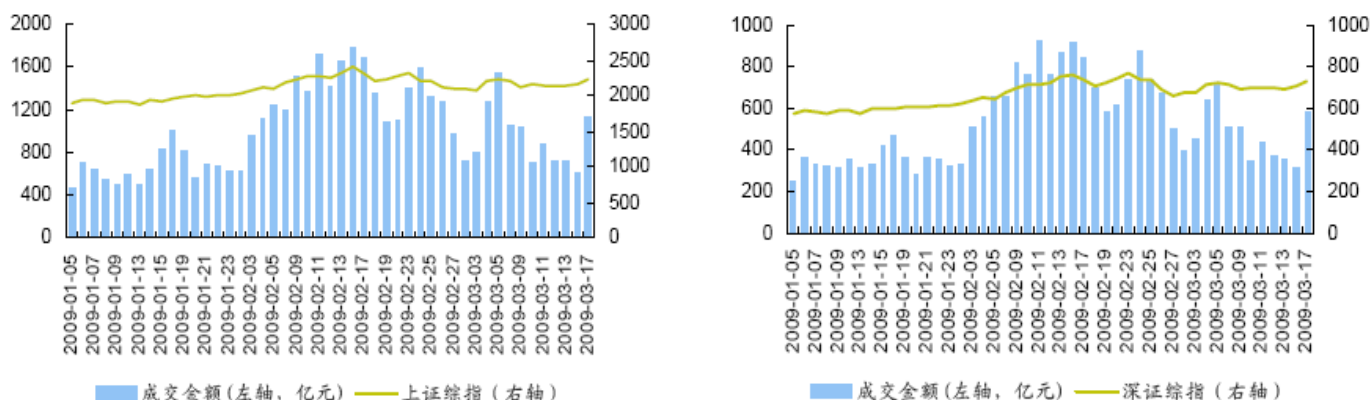
数据来看，汽车起重机由于替代人工和铁路投资加速的原因，销量下滑程度最小。目前能够跟踪到的三一重工的泵车销量数据好于预期，可能预示着先前对于房地产建设市场过于悲观。

3.5 行业景气回升 证券保险

保险行业：影响保险股的主要因素均得到改善，保险股估值水平有望提升。这些因素包括债券收益率曲线陡峭；股市出现反弹，投资收益率有望提升；宽松的货币政策导致流动性改善，从而降低了再次大幅度降息的预期；一月份保单增速收入超预期等。

证券行业：证券业的盈利能力主要由经纪业务，自营业务和投资银行业务构成，目前市场成交量的放大有助于证券行业经纪业务收入的回升。2月初以来指数冲高回落，单日股票交易额从最高的2698亿元出现一定程度的回落，但交易额的底部仍维持在934亿元，而且在经历一波调整之后，交易额近期在指数的带动之下开始出现回升的迹象。另外，2009年市场相较2008年将可能更多的表现为平衡市的状态。在平衡市下，投资者的换手率相对较高，也有利于券商经纪业务收入的提高。

图 14：证券成交额在指数带动下出现回升迹象

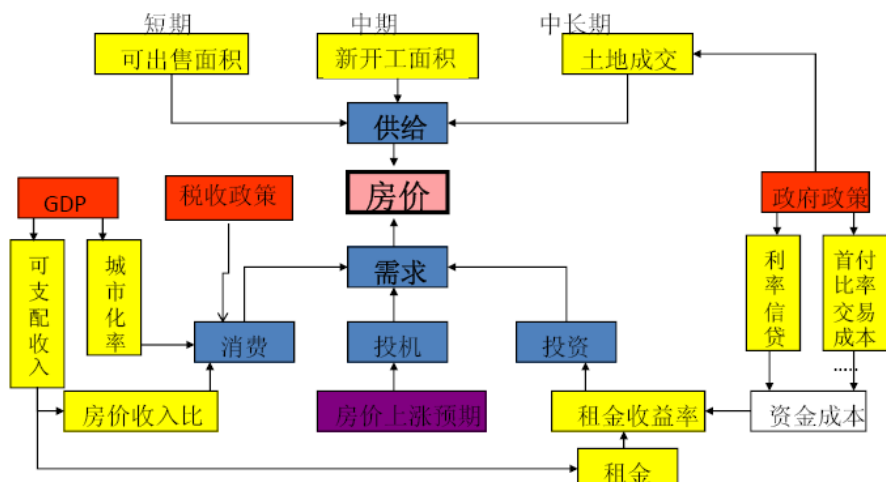


资料来源：Bloomberg 中海基金

3.5 存货压力下降 成交量上升 房地产

房地产是本轮经济调整周期的最关键变量之一。我们认为在中国经济受益财政政策刺激的投资拉动下滑企稳后，房地产将接过接力棒，之后是外需复苏，因此建议投资者持续关注库存，房地产交易量以及刚性需求和投资需求的情况，判断经济复苏的节奏。

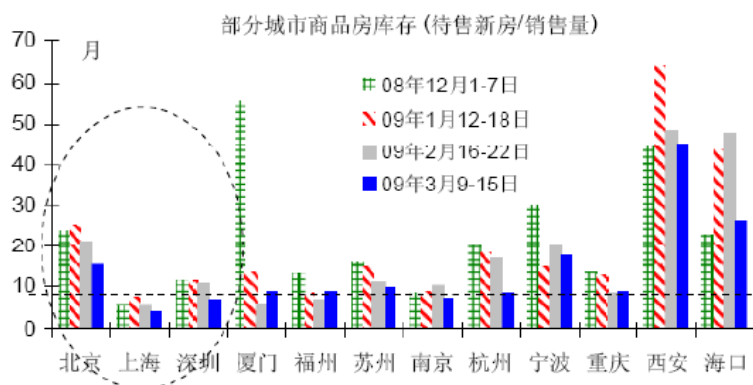
图 15: 房地产行业逻辑



资料来源：中海基金

最近一个月以来，由于持续的交易量增长和新增供应放缓，北京的期房库存水平已经降至15.5个月左右，接近06年下半年至07年上半年的平均库存水平。而深圳在最近一个月中一手房库存已经降至8个月以下，略微低于其07年上半年的平均水平。总体而言，一线城市的库存压力已经接近甚至回到正常水平。

图 16: 房地产存货压力减轻



资料来源：中海基金

目前房地产的成交量多半来自刚性需求，实地调研显示大多数成交以刚性需求为主，成交结构以中小套形为主，价格以中低价位为主，占80%以上。投资性需求是否可能复苏？我们认为当租金收益率对比存款利率，使得部分城市基本可以租抵供；当流动性宽松之后可能产生通胀预期，促进部分弹性需求入市；当人民币继续小幅升值预期，吸引热钱回流时，就是投资需求大举涌现之际。而从目前情况看，只有深圳出现小规模投资需求。

总体来说，刚性需求的释放带动成交量的上升，投资性需求可能逐步作为刚性需求的一个补充，推动成交量在5月之后高位盘整。我们对成交量的延续性相对

乐观，看好一线城市的刚性需求和投资需求。从周期性来说，房地产先于宏观经济企稳的概率较大，因此即便经济呈现W形走势，房地产跑赢大盘的概率仍然较大。

3.6 行业配置总结

基于对经济复苏下板块轮动的研究结论，和对市场宽幅震荡，估值重心缓慢上移的判断。我们建议的二季度行业配置策略如下：

- 第一，配置周期性行业。基于进攻性考虑，对于通胀预期下的大宗商品板块择机增持，石油化工，基础化工，有色金属，黑色金属，交通运输等，加强波段操作；超配证券保险等行业景气上行的金融行业。在这些行业中，那些低估值的行业，如黑色金属，交通运输等进攻和安全兼具。
- 第二，持续关注房地产走势，超配可选消费品，包括房地产，白色家电，汽车，旅游等。
- 第三，灵活增持，密切关注海外市场情况，对于美国第一轮补库存开始的受益行业增强敏感性，如汽车零配件，轻工制造，电子产品和港口航运等有望带来短期超额收益。

表 5：二季度行业配置策略

配置策略	行业	理由
早周期行业	石油化工	受益油价上涨和政策扶持，景气回升
	基础化工	看好高油价和资源品概念，醇醚替代能源，锂电池，电石法 PVC 企业，钾肥等
	工程机械	实际数据可能好于预期
	有色金属	大宗商品涨价，波动带来机会
	黑色金属	螺纹钢库存下降，钢价有望小幅反弹，钢铁股也有低估值优势
	证券保险	证券受交易量好转，保险受股市上升，收益率和保单收入好转而景气上升
	交通运输	海运和航空存在交易性机会
可选消费品	房地产，家电	受益房地产市场好转
	汽车，旅游	可选消费品的代表
交易性机会	汽车零配件	外需回升的交易型机会
	造纸等轻工制造	外需回升的交易型机会
	纺织服装	外需回升的交易型机会
	信息设备	受益电信投资，行业业绩增长明确，可以持续到三季度
主题投资	区域振兴	看好中西部地区，上海本地股机会和广州大运会概念
	新能源	持续的投资主题，对优质公司可择机增持

资料来源：中海基金

免责声明：本周刊中的信息均来源于已经公开的资料，中海基金对信息的准确性、完整性和及时性不作任何保证，也不保证中海基金基于上述信息做出的建议在未来不发生修正。在任何情况下，中海基金不对本周刊的使用人基于本周刊观点和信息进行的投资所引致的任何损益承担任何责任。中海基金可能已经或即将对本周刊涉及的相关证券进行交易。中海基金的关联机构或个人可能在本周刊发布前已经使用或了解其中的信息。本周刊版权归中海基金管理有限公司所有。如引用、刊发，需注明出处为“中海基金管理有限公司”或“中海基金”，且不得对引用部门进行有悖原意的删节和修改。